

Earnings Preview

고려아연 (010130)

이태환 taehwan.lee@daishin.com

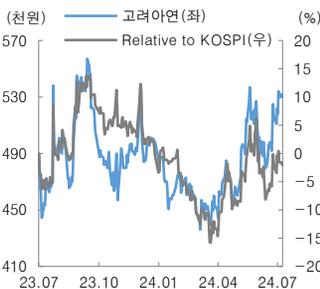
투자이견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **630,000** 유지

현재주가 **541,000**
(24.07.12) 비철금속업종

KOSPI	2,857.00
시가총액	11,200십억원
시가총액비중	0.49%
자본금(보통주)	104십억원
52주 최고/최저	557,000원 / 436,000원
120일 평균거래대금	204억원
외국인지분율	18.37%
주요주주	영풍 외 55 인 43.80% 한화에이치투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	15.0	15.1	19.3
상대수익률	5.2	7.9	1.7	7.5



모멘텀은 돌아오는 거야

- 2Q24 연결 영업이익 2,680억원(+72.1% yoy) 전망. 컨센서스 상회
- TC 하락에도 평균 메탈가격 및 환율 상승효과 인식. 연결회사 개선
- 전기차 Chasm으로 신사업 매출 개시 지연. 다만, 니켈은 순조로움

투자이견 매수, 목표주가 630,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 468,970원에 타깃 PBR 1.36배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 10% 할인

2Q24 Preview 모멘텀은 돌아오는 거야

2Q24 연결기준 매출액 3.2조원(+30.2% yoy), 영업이익 2,680억원(+72.1% yoy), 영업이익률 8.3%(+2.0%p yoy) 전망. 시장 컨센서스 대비 상회

아연 BM TC 하락(\$274→\$165) 인식에도 불구하고, 전분기 대비 LME 평균 메탈 가격 상승(아연 +10.6%, 연 +3.4%, 금 +12.4%, 은 +17.2%, 구리 +13.0%)으로 인해 별도 OPM이 11.8%(+1.3%p qoq)로 개선될 것으로 예상. 환율 상승 효과 인식과 함께 판매량도 가이던스 레벨을 맞춰갈 것으로 전망

연결자회사는 아연 생산법인인 SMC의 판매량 정상화 및 수익성 회복이 기대되며, 스틸사이클의 해외 원료 도입 효과 역시 2분기부터 본격화될 예정. 이번 실적부터 지난 4월 인수 발표했던 Kataman Metals 실적이 연결 반영될 예정으로, 트레이딩 회사 특성상 수익성은 낮지만 안정적 이익 창출 예상

아쉽게도 신사업은 지연 중

신사업은 매출 가시화 시점이 빠를 것으로 예상했던 이차전지소재 부문이 전기차 수요 둔화로 인해 지연 중. 케이잼(동박), KPC(전구체)는 하반기 매출 개시 목표를 진행하고 있으며, 추가 증설 계획도 일단 유보. 다만, 니켈 제련소는 IRA 충족 광물 확보를 위해 예정 준공일 이전부터 장기계약 논의 중으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	직전 추정	잠정치	2Q24			3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	2,469	2,375	3,095	3,215	30.2	35.3	2,767	3,451	50.5	7.3
영업이익	156	185	221	268	72.1	45.3	247	267	66.4	-0.4
순이익	121	107	162	190	57.4	77.5	173	184	138.2	-3.2

자료: 고려아연, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	12,559	14,114	14,836
영업이익	919	660	953	1,007	1,128
세전순이익	881	728	909	1,004	1,115
총당기순이익	798	533	677	748	831
지배지분순이익	781	527	656	726	806
EPS	40,572	26,127	31,593	35,055	38,943
PER	13.9	19.1	16.8	15.1	13.6
BPS	469,994	465,299	468,970	490,826	514,943
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
ROE	9.4	5.7	6.9	7.3	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	11,689	12,104	12,559	14,114	7.4	16.6
판매비와 관리비	330	360	384	449	16.2	24.9
영업이익	824	1,015	953	1,007	15.7	-0.7
영업이익률	7.0	8.4	7.6	7.1	0.5	-1.2
영업외손익	-7	18	-43	-4	적자유지	적자조정
세전순이익	816	1,033	909	1,004	11.4	-2.8
지배지분순이익	598	757	656	726	9.8	-4.2
순이익률	5.2	6.3	5.4	5.3	0.2	-1.0
EPS(지배지분순이익)	28,591	36,222	31,593	35,055	10.5	-3.2

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

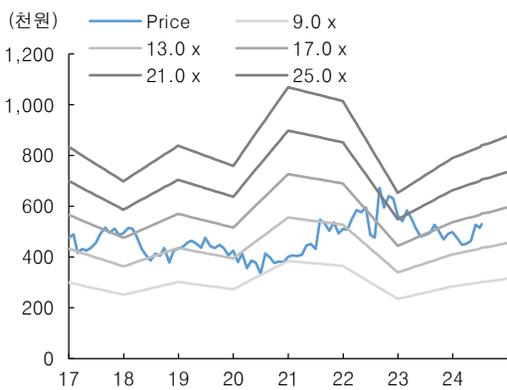
고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	468,970	고려아연 2024E BPS
Target PBR	1.36	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR을 10% 할인 적용
적정주가	634,152	BPS * Target PBR
목표주가	630,000	634,152 ≈ 630,000
현재주가	541,000	2024.07.12 기준
현재 PBR	1.15	2024.07.12 기준
상승여력(%)	16.5	

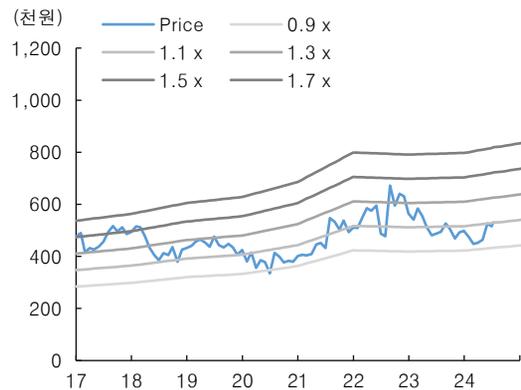
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
별도 매출액 (십억원)	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	2,134	2,331	2,366	7,291	8,645
YoY (%)	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-11.9%	0.0%	19.4%	30.8%	24.1%	-9.8%	18.6%
QoQ (%)	-16.1%	-1.5%	-0.2%	6.9%	-4.8%	17.6%	9.3%	1.5%		
아연 매출액 (십억원)	681	653	548	578	596	643	683	685	2,460	2,608
연 매출액 (십억원)	280	288	328	406	354	356	372	374	1,302	1,456
금 매출액 (십억원)	231	188	175	161	155	235	253	259	755	902
은 매출액 (십억원)	407	448	548	522	501	625	719	729	1,925	2,573
구리 매출액 (십억원)	84	92	76	92	85	122	136	143	344	485
아연 판매량 (천톤)	156	177	159	162	169	161	161	162	654	653
연 판매량 (천톤)	89	91	104	126	115	109	112	113	411	449
금 판매량 (kg)	2,976	2,245	2,145	1,932	1,753	2,322	2,405	2,418	9,298	8,898
은 판매량 (톤)	439	453	546	532	501	518	535	532	1,970	2,085
구리 판매량 (천톤)	6	7	6	6	7	8	7	8	31	37
아연 ASP (\$/MT)	3,411	2,812	2,623	2,705	2,654	2,922	3,055	3,029	2,888	2,915
연 ASP (\$/MT)	2,462	2,407	2,396	2,432	2,310	2,379	2,406	2,362	2,424	2,364
금 ASP (\$/g)	61	64	62	63	67	74	76	77	62	73
은 ASP (\$/kg)	726	752	766	743	752	879	971	980	747	896
구리 ASP (\$/MT)	9,979	9,605	7,766	8,033	8,962	8,504	8,426	8,243	0	0
별도 영업이익 (십억원)	155	165	167	221	191	252	246	203	707	892
YoY (%)	-29.8%	-52.7%	-19.3%	41.6%	23.3%	53.1%	47.6%	-8.3%	-24.0%	26.1%
QoQ (%)	-0.9%	6.3%	1.2%	32.8%	-13.7%	31.9%	-2.3%	-17.5%		
별도 OPM (%)	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	10.5%	11.8%	10.6%	8.6%	9.7%	10.3%
아연 TC (십억원)	230	285	274	274	274	165	165	165	266	192
연 TC (십억원)	130	110	110	110	110	85	85	85	115	91
연결 매출액 (십억원)	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	3,215	3,451	3,517	9,705	12,559
YoY (%)	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-18.5%	-6.0%	30.2%	50.5%	45.7%	-13.5%	29.4%
QoQ (%)	-14.7%	-2.3%	-7.1%	5.3%	-1.6%	35.3%	7.3%	1.9%		
연결 영업이익 (십억원)	146	156	160	198	185	268	267	233	660	953
YoY (%)	-48.8%	-59.2%	6.5%	93.0%	26.6%	72.1%	66.4%	17.8%	-28.2%	44.4%
QoQ (%)	42.0%	6.8%	3.0%	23.5%	-6.8%	45.3%	-0.4%	-12.6%		
연결 OPM (%)	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%	8.3%	7.7%	6.6%	6.8%	7.6%
연결 당기순이익 (십억원)	138	124	78	193	112	200	192	173	533	677
지배주주순이익 (십억원)	140	121	77	190	107	195	187	168	527	656
YoY (%)	-11.4%	-58.5%	4.5%	-26.5%	-23.6%	61.5%	142.9%	-11.7%	-32.5%	24.5%
QoQ (%)	-45.8%	-13.8%	-36.1%	146.3%	-43.7%	82.2%	-3.8%	-10.4%		

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

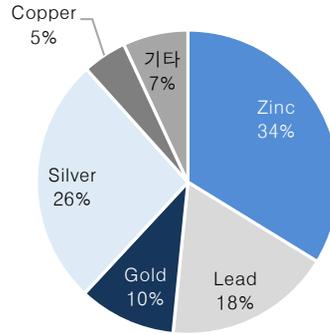
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연, 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영, 종속회사인 징크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 11조 9,668억원, 부채 2조 3,170억원, 자본 9조 6,499억원
- 발행주식 수: 20,908,588주 / 자기주식수: 103,892주

주가 변동요인

- 아연, 연 Benchmark Treatment Charge 계약
- 아연, 연, 금, 은 등 금속가격 추이
- 주요 비철금속 광석 수급 전망

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 3월 기준
 자료: 고려이연, 대신증권 Research Center

매출 비중 추이



주: 2023년 매출액 기준
 자료: 고려이연, 대신증권 Research Center

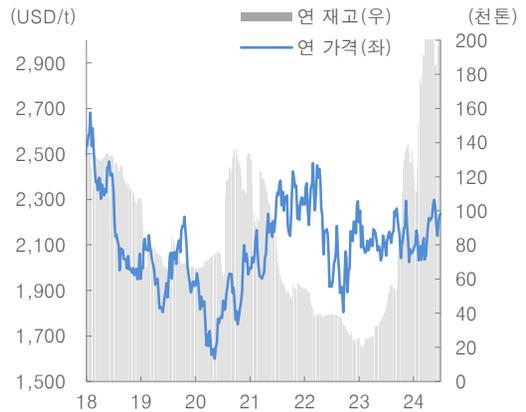
Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	12,559	14,114	14,836
매출원가	10,050	8,743	11,222	12,657	13,246
매출총이익	1,169	962	1,337	1,457	1,590
판매비와관리비	250	302	384	449	461
영업이익	919	660	953	1,007	1,128
영업이익률	8.2	6.8	7.6	7.1	7.6
EBITDA	1,223	979	1,239	1,277	1,383
영업외손익	-38	68	-43	-4	-13
관계기업손익	30	-29	-5	-18	-13
금융수익	332	323	230	267	251
외환관련이익	161	81	70	70	70
금융비용	-366	-207	-241	-229	-229
외환관련손실	37	21	18	18	18
기타	-33	-19	-27	-24	-23
법인세비용차감전순이익	881	728	909	1,004	1,115
법인세비용	-83	-195	-232	-256	-284
계속사업순이익	798	533	677	748	831
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	533	677	748	831
당기순이익률	7.1	5.5	5.4	5.3	5.6
비배지분순이익	18	6	21	22	25
지배지분순이익	781	527	656	726	806
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	734	460	604	675	757
비배지분포괄이익	17	6	19	20	22
지배지분포괄이익	717	454	585	655	735

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	40,572	26,127	31,593	35,055	38,943
PER	13.9	19.1	16.8	15.1	13.6
BPS	469,994	465,299	468,970	490,826	514,943
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EBITDAPS	63,561	48,506	59,661	61,695	66,809
EV/EBITDA	8.3	9.8	8.5	8.3	7.4
SPS	583,125	480,872	604,502	681,708	716,593
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
CFPS	62,723	47,988	54,200	58,914	63,452
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	12.5	-13.5	29.4	12.4	5.1
영업이익 증가율	-16.1	-28.2	44.4	5.7	12.0
순이익 증가율	-1.6	-33.2	26.9	10.5	11.1
수익성					
ROC	13.1	6.9	9.6	9.6	10.6
ROA	8.3	5.5	7.7	7.6	8.1
ROE	9.4	5.7	6.9	7.3	7.7
안정성					
부채비율	31.0	24.9	28.2	30.1	31.0
순차입금비율	-13.7	-11.1	-6.4	-6.5	-8.9
이자보상배율	26.7	15.6	26.4	25.6	26.4

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071	5,572	6,196	6,880	7,568
현금및현금성자산	781	677	276	332	639
매출채권 및 기타채권	654	591	747	833	873
재고자산	2,825	2,638	3,413	3,836	4,032
기타유동자산	1,810	1,666	1,759	1,879	2,024
비유동자산	6,027	6,474	6,616	6,663	6,733
유형자산	3,694	3,869	3,787	3,622	3,472
관계기업투자금	426	491	708	911	1,120
기타비유동자산	1,906	2,114	2,122	2,131	2,141
자산총계	12,098	12,046	12,813	13,544	14,301
유동부채	2,319	1,903	2,260	2,510	2,695
매입채무 및 기타채무	1,120	1,061	1,327	1,472	1,539
차입금	792	619	681	749	824
유동성채무	12	74	74	74	74
기타유동부채	395	148	178	215	258
비유동부채	547	501	557	621	693
차입금	206	165	185	205	225
전환증권	3	4	4	4	4
기타비유동부채	338	332	368	412	464
부채총계	2,866	2,404	2,818	3,130	3,388
지배지분	9,043	9,390	9,743	10,162	10,661
자본금	99	105	104	104	104
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,197	8,616	9,115
기타자본변동	-96	-179	-179	-179	-179
비배지분	189	252	252	252	252
자본총계	9,232	9,642	9,995	10,413	10,913
순차입금	-1,268	-1,066	-639	-674	-970

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	782	821	139	510	767
당기순이익	798	533	677	748	831
비현금항목의 가감	409	435	449	472	483
감가상각비	304	319	287	270	255
외환손익	-39	-2	32	32	32
지분법평가손익	-30	29	5	18	13
기타	174	89	125	152	184
자산부채의 증감	-113	239	-801	-497	-303
기타현금흐름	-312	-386	-185	-212	-244
투자활동 현금흐름	-1,794	-622	-462	-364	-387
투자자산	-1,630	-155	-216	-203	-209
유형자산	-373	-416	-197	-97	-97
기타	209	-51	-49	-63	-81
재무활동 현금흐름	1,296	-316	-215	-212	-206
단기차입금	507	-200	62	68	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	41	5	20	20	20
유상증자	472	527	-1	0	0
현금배당	-355	-599	-303	-307	-307
기타	632	-48	7	7	7
현금의 증감	315	-104	-401	56	307
기초 현금	466	781	677	276	332
기말 현금	781	677	276	332	639
NOPLAT	832	483	709	751	841
FCF	757	365	796	921	996

자료: 고려이연, 대신증권 Research Center